

تأثیر روابط میان خصوصیات حاکمیتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۹/۰۴
تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۹/۲۸
کد مقاله: ۹۴۸۶۳

زهره حاجی‌ها، امیر افاعلی زاده داراندازی*^۲

چکیده

هدف این پژوهش بررسی تأثیر خصوصیات حاکمیت شرکتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام می‌باشد. در تحقیق حاضر طبق مطالعه هاتن و همکاران (۲۰۰۹) دو معیار اندازه‌گیری شامل نوسان منفی به مثبت (DUV) و ضریب منفی چولگی (NCSK) به عنوان ریسک سقوط قیمت‌ها در نظر گرفته شد و متغیرهای مستقل شامل خصوصیات حاکمیتی می‌باشد. از اطلاعات ۱۲۹ شرکت پذیرفته شده در بورس تهران در طی سال‌های ۱۳۹۳ لغایت ۱۴۰۰ استفاده و مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. جهت بررسی فرضیه‌ها ابتدا مدل‌ها با استفاده از روش رگرسیون پنل برآورد گردید. سپس تحلیل مؤلفه اصلی (PCA) جهت شاخص‌سازی متغیرهای حاکمیت شرکتی انجام گرفت و مدل‌های مورد نظر از روش پنل پویای گشتاورهای تعمیم‌یافته (DPGMM) جهت بررسی خصوصیات حاکمیت شرکتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام برآورد گردید. نتایج برآورد مدل‌ها با روش رگرسیونی ترکیبی نشان داد که، ساختار مالکیت، تأثیر منفی و معناداری بر ریسک سقوط قیمت دارد ($\beta = -0.541, p < 0.05$). مالکیت دولتی به‌عنوان یک متغیر ساختگی است که رابطه آماری معناداری با ریسک سقوط قیمت سهام دارد ($\beta = -0.09, p = 0.05$ ، غیرمعنادار)، رابطه منفی و معناداری بین مدیران مستقل و اندازه هیئت‌مدیره با ریسک سقوط در مدل یک با مقدار ($\beta = -0.02, p < 0.05$ ، $\beta = -0.74, p < 0.05$) وجود دارد. رابطه غیر معناداری بین دوگانگی مدیر و ریسک سقوط قیمت سهام وجود دارد ($\beta = 0.04, p > 0.05$). این یافته‌ها نشان می‌دهند که دستمزد حسابرسی و چهار شرکت بزرگ حسابرسی، رابطه غیر معناداری با ریسک سقوط قیمت سهام دارد ($\beta = 0.01, p > 0.05$ و $\beta = 0.02, p > 0.05$). در ادامه از روش PCA به‌منظور کاهش ۸ شاخصه مجزای حاکمیت شرکتی استفاده شد و طی آن با استفاده از روش PCA، متغیر ساختار هیئت‌مدیره (BDS) و آخرین PCA شامل متغیر کیفیت حسابرسی (AQ) شناسایی شد. نتایج مبتنی بر GMM برآورد شده‌ها نشان می‌دهد که ساختار مالکیت، اثر منفی و معناداری بر ریسک سقوط قیمت دارد ($\beta = -0.797, p < 0.05$). همچنین، ساختار هیئت‌مدیره نیز اثر منفی و معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد ($\beta = -1.24, p < 0.05$). کیفیت حسابرسی دارای ارتباط غیر معناداری با ریسک سقوط است ($\beta = 0.5, p = 0.05$ ، غیر معنادار).

واژگان کلیدی: خصوصیات حاکمیتی، ریسک سقوط آتی قیمت، رگرسیون پنل، روش پنل پویای گشتاورهای تعمیم‌یافته.

۱- استاد گروه حسابداری، واحد تهران شرق، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

۲- دانشجوی دکتری گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد بین‌الملل کیش، جزیره کیش، ایران.

نظریه نگهداشت (ذخیره)، مفهوم ریسک سقوط قیمت سهام را تأیید می‌کند به این صورت که مدیران در شرکت‌های پریسک، بر روی منافع خود معطوف شده و برای تحقق انگیزه‌های خود، به جای بهبود عملکرد شرکت، فعالیت می‌کنند (Jin & Myers, 2006). مدیران، اطلاعات نامتقارن را جهت پوشش اطلاعات منفی و بیشینه‌سازی قیمت در کوتاه‌مدت جهت حفظ منافع و حقوق خود و تأثیرگذاری بر قیمت سهام، انتقال می‌دهند (Stein, 1989). این تعارض که ناشی از بی‌ثباتی سیستمی است، سبب جلب توجه سرمایه‌گذاران، سهم داران و قانون‌گذاران شده است (Sunder, 2010). این مسئله را با بهره‌گیری از یک سازوکار حاکمیت شرکتی اثربخش می‌توان مدیریت کرد. مدیریت شرکت، هیئت‌مدیره، سرمایه‌گذاران و سهام‌داران متکی بر سیستم حاکمیت شرکتی مؤثر هستند. این رویکرد سبب ایجاد شفافیت زیاد در گزارش‌های مالی و بهبود روش‌ها در جذب منابع مالی شده است. کارکردهای حاکمیت شرکتی در کشورهای درحال توسعه چندان کارآمد نیست، که این امر سبب بروز سطح قابل توجهی از ریسک‌های سقوط قیمت سهام می‌شود (خضرو و همکاران، ۱۴۰۲). همچنین این کشورها با مشکل حاکمیت شرکتی ضعیف به دلیل تورم بالا و عدم تعادل مالی مواجه بوده و در جستجوی راه‌هایی برای توسعه سیستم حاکمیت شرکتی مؤثر به منظور جذب سرمایه‌گذاران هستند (Boubaker & Nguyen, 2014). حاکمیت شرکتی مؤثر سبب کاهش ریسک‌های نهادی شده و اقدامات مدیریتی موجب کاهش ثروت سهامداران و ریسک سقوط قیمت سهام می‌شود درحالی‌که دوگانگی CEO و اندازه هیئت‌مدیره، رابطه منفی و معناداری با ریسک سقوط قیمت سهام دارد (Hunjra et al., 2020).

حاکمیت شرکتی قدرتمند سبب تحقق عملکرد مطلوب و فرصت کمتر برای ریسک سقوط آتی قیمت سهام می‌شود. خصوصیات این مفهوم به‌عنوان عامل مهم و تعیین‌کننده در ریسک سقوط قیمت سهام محسوب می‌شوند (Habib et al., 2018) بر اساس منابع پژوهشی گذشته، حاکمیت شرکتی قدرتمند با ارزش بالای شرکت‌ها و احتمال کم بروز ریسک رابطه دارد. سازوکارهای حاکمیتی اثربخش موجب کمک به طراحی سیاست‌های عملیاتی کارآمد، حداقل سازی هزینه‌ها و قیمت سهام می‌شود. ریسک سقوط قیمت سهام به‌عنوان شیب مشروط توزیع بازده به دلیل وجود اطلاعات نامتقارن بوده که سبب ریسک سقوط بیشتر برای سهام می‌شود. شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی ضعیف، ریسک سقوط قیمت سهام را هدایت کرده و این امر در طی دوره بحران، شدت می‌یابد. مدیران و سرپرستان در صورت وجود مالکیت ضعیف، ساختار نامطلوب هیئت‌مدیره و سطح پایین کیفیت حسابرسی، به دنبال کسب منافع خود هستند. رابطه قابل توجهی میان حاکمیت شرکتی ضعیف و ریسک سقوط قیمت سهام وجود دارد (Lemmon & Lins, 2013). شرکت‌های دارای ساختارهای مالکیتی غیر مؤثر، کیفیت حسابرسی ضعیف و ساختار نامطلوب هیئت‌مدیره، بیش از شرکت‌های دیگر با ریسک سقوط قیمت سهام مواجه شده و مدیران این شرکت‌ها از فرصت کافی جهت عدم انجام مسئولیت‌های خود در جهت کسب منافع سهامداران برخوردار بوده و هیچ نظارتی بر رفتار آن‌ها نمی‌شود (دهقانی، ۱۴۰۲). در صورتی که مدیران اطلاعات منفی را در یک دوره طولانی‌تر حفظ کنند، در این صورت توزیع بازدهی سهام مبتنی بر اطلاعات نامتقارن اخبار منفی بوده که سبب افت منفی قابل توجه در قیمت سهام می‌شود. در این حالت، گزارش‌های مالی، تصویر دقیق و منصفانه‌ای را ارائه نکرده و ریسک سقوط سهام محتمل خواهد بود (Francis et al., 2016). عدم تقارن اطلاعات در میان سرمایه‌گذاران، سهامداران و مدیریت کسب‌وکار سبب بروز تضاد منافع و مشکلات نهادی می‌شود. مالکیت مؤثر، ساختار مطلوب هیئت‌مدیره و کیفیت حسابرسی سبب کاهش هزینه نهاد، تعدیل ریسک فرآیند کسب‌وکار و در نتیجه، ریسک سقوط قیمت می‌شود (Yeung & Lento, 2018). علاوه بر این، عوامل اجرایی، پژوهشگران و قانون‌گذاران توجه خود را به مطالعه ریسک سقوط قیمت در دوره بحران‌های مالی جهانی معطوف کرده‌اند (Nazeer et al., 2018). زیرا پیش‌بینی زمان سقوط قیمت‌ها با افزایش ریسک حرکت بازارها به سمت بحران مالی، میسر نیست. بنابراین این پژوهش به‌منظور از بین بردن این خلأ، خصوصیات متفاوت حاکمیت شرکتی همچون ساختار مالکیت، کیفیت حسابرسی و ساختار هیئت‌مدیره را در ریسک سقوط آتی قیمت سهام در طی دوره بحران مالی در نظر می‌گیرد. این پژوهش دارای کارکردهایی برای سرمایه‌گذاران، سهام‌داران و قانون‌گذارانی بوده که سرمایه‌گذاری خود را جهت اصلاح مالکیت، اعمال می‌کنند. قسمت‌های دیگر این مقاله به‌صورت زیر سامان یافته است. در بخش دوم، پیشینه پژوهش به‌طور دقیق بیان می‌شود. در بخش سوم، روش تحقیق و در بخش چهارم نیز نتایج و بحث مطرح می‌شوند. در بخش پنجم نیز نتیجه‌گیری پژوهش همراه با محدودیت‌ها و پیشنهاد برای پژوهش‌های آینده ارائه شده‌اند.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

حاکمیت مؤثر شرکتی سبب کاهش ریسک‌های نهادی می‌شود (Masulis et al., 2007). بنابراین، می‌توان احتمال بروز ریسک سقوط قیمت سهام را با بهره‌گیری از یک سیستم حاکمیت شرکتی کارآمد، کاهش داد. ساختار مالکیتی نامطلوب و ساختار هیئت‌مدیره ناکارآمد، منجر به هزینه‌های نهادی بالا می‌شوند (Jensen & Meckling, 1979) همچنین احتمال بروز ریسک سقوط نیز با ریسک نهادی بیشتر از سوی شرکت‌ها، افزایش می‌یابد (Callen & Fang, 2015; Yeung & Lento, 2018).

نظریه نهادی نشان می‌دهد که سازوکارهای مؤثر حاکمیت شرکتی، رویکرد تصمیم‌گیری نه‌چندان بهینه از سوی مدیران را کنترل می‌کند. (Karamanou & Vafeas, 2005). علاوه بر این، با توجه به دیدگاه نظریه نهادی، هر چه سطح حاکمیت شرکتی بیشتر باشد، ریسک سقوط قیمت نیز کاهش می‌یابد (Wang, Li et al., 2021). حاکمیت شرکتی یکی از عناصر حیاتی توسعه هر شرکتی است و به دلیل ریسک مضاعف در مقایسه با سیستم بازاریابی مرسوم، چالش بزرگتری برای نظام مالی است (موسولی و تبالی، ۱۴۰۲).

۲-۱- ساختار مالکیت و ریسک سقوط قیمت سهام

ساختار مالکیت به‌عنوان بنیان حاکمیت شرکتی و مؤلفه مهمی برای شرکت‌ها محسوب می‌شود، زیرا دارای یک سیستم قانونی چندبخشی با وجود نیروهای سازمانی و اقتصادی بوده که کل بخش‌های شرکت، توسط آن کنترل می‌شود (Berle & Means, 1991). ساختار مالکیت مؤید تخصیص یا تقسیم‌بندی دارایی و حقوق مالکان از حیث قدرت رأی، تخصیص سرمایه و یا شناسایی دارایی مالکان است. این رویکرد به‌عنوان یک سازوکار مهم در حاکمیت شرکتی محسوب می‌شود. حاکمیت شرکتی مؤثر و کارآمد سبب عملکرد بهتر شرکت شده و استانداردهای داخلی و خارجی شرکت نیز منجر به رشد بالا و کاهش احتمال بروز ریسک سقوط قیمت سهام می‌شود (Kouaib & Jarboi, 2014). در حالت تمرکز مالکیت^۱، احتمال سقوط قیمت سهام به دلیل کنترل بیشتر و حقوق جریان وجه نقد مالکان، کاهش می‌یابد (محمدی و همکاران، ۱۴۰۲). برخی از پژوهش‌ها نشان داده‌اند که تمرکز مالکیت سبب کاهش احتمال ریسک سقوط قیمت سهام می‌شود و در واقع ما نمی‌توانیم جهت‌گیری روابط را فرض کنیم. با وجود این، رابطه معناداری میان تمرکز مالکیت و ریسک سقوط قیمت سهام وجود دارد. تمرکز مالکیت تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت داشته و منجر به کاهش احتمال ریسک سقوط قیمت سهام می‌شود (Gul et al., 2012). این شاخص ارتباطی منفی با ریسک سقوط قیمت سهام دارد. همچنین می‌توان ارزیابی و قضاوت مالکان خانوادگی در مورد سیستم مدیریت به‌منظور حداقل سازی ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش داد (Hunjra et al., 2020). بیشتر دلیل بروز اثرات تونل زدن سهامداران^۲ و نظارت ناشی از عدم تعادل در تمرکز مالکیت بوده و اقدامات کنترلی داخلی کمتر، سبب افزایش ریسک سقوط می‌شود (Li, Wang, Zhou, et al., 2021).

۲-۲- کیفیت حسابرسی و ریسک سقوط قیمت سهام

با توجه به دیدگاه نظری، هر چه کیفیت حسابرسی بیشتر باشد، سطح انگیزه فرصت‌طلبانه مدیران کاهش می‌یابد. این عامل موجب کاهش توانایی مدیریت جهت نشان دادن عملکرد غیرواقعی می‌شود؛ در نتیجه، احتمال بروز ریسک سقوط قیمت سهام کاهش می‌یابد (Kim & Zhang, 2016). کیفیت بالای حسابرسی با حسابرسی توسط شرکت‌های بزرگ مرتبط است، زیرا آن‌ها بهترین گزارش‌های کیفیت حسابرسی را عرضه می‌کنند. حسابرسی‌های با کیفیت سبب ارائه اطلاعات واقعی و افشای اطلاعات منفی در زمان مقتضی می‌شود، به‌نحوی که مدیریت چندان مایل به افشای اطلاعات ناخوشایند نیست (Ball et al., 2012). بنابراین حسابرسی‌های مؤثر و با کیفیت، ارتباطی منفی با ریسک سقوط قیمت سهام دارند. می‌توان گفت کیفیت حسابرسی مطلوب‌تر سبب کاهش احتمال ریسک سقوط قیمت سهام می‌شود. کیفیت حسابرسی بالا و ویژه با تخصص، منافع، انگیزه و مشوق‌های قابل توجه، جهت تشخیص خطاها و بی‌نظمی‌ها موجود هستند. هزینه حسابرسی توسط مشتری، جهت بررسی و تحلیل صورت‌های مالی پرداخت می‌شود. حتی کیفیت حسابرسی نیز بستگی به میزان دستمزد حسابرسی دارد، به‌نحوی که پرداخت دستمزد بالای حسابرسی سبب تضمین حسابرسی با کیفیت می‌شود (Callen & Fang, 2013; Chae et al., 2020). بنابراین، حسابرسان حرفه‌ای دارای مشوق‌های زیادی بوده و انتظارات را برای حسابرسی با کیفیت، افزایش می‌دهند (Chen et al., 2011). همچنین شرکت‌های حسابرسی در محیط رقابتی، بر خدمات کیفی خود جهت کاهش احتمال ریسک سقوط قیمت سهام، تمرکز می‌کنند. کیفیت حسابرسی موجب تضمین تشخیص خطاها و تقلب‌ها و سبب پیشگیری از اطلاعات منفی و کاهش احتمال بروز ریسک سقوط قیمت سهام می‌شود. پرداخت دستمزد بالای حسابرسی موجب می‌شود تا حسابرسان به تحلیل دقیق اطلاعات جهت ارائه کیفیت مطلوب‌تر حسابرسی به‌منظور کاهش ریسک سقوط قیمت سهام، ملتزم شوند. مطابق پژوهش تیرونه^۳ و همکاران (۲۰۰۸) (با ارجاع از پژوهش کاواساکی و همکاران، ۲۰۱۶)، شرکت‌ها با شرکت‌های حسابرسی بزرگ جهت تحقق کیفیت بالاتر حسابرسی به‌منظور کنترل ریسک سقوط قیمت سهام، همکاری می‌کنند. کیفیت حسابرسی مؤثر توسط یک حسابرس متخصص و مجرب ارائه می‌شود. در واقع، حسابرس باید از تخصص و تجربه کافی در زمینه کاری خود برخوردار بوده و باید از قابلیت‌های فناوری و صلاحیت‌های خود جهت تشخیص بدرفتاری‌ها و خطاها استفاده کند. هنگامی که صورت‌های مالی، یک نگاه واقعی و منصفانه را نشان می‌دهند، احتمال بروز ریسک سقوط قیمت سهام نیز کاهش می‌یابد (Yeung & Lento, 2018). کیفیت حسابرسی به‌عنوان یک سازوکار کنترلی خارجی، می‌تواند سبب پرهیز کارکنان داخلی شرکت از حفظ اخبار بد

1 Ownership concentration
2 shareholder tunneling
3 Tyrone

شده و فرآیند اعلام اطلاعات را به صورت سالم و بدون سوگیری فراهم می کند (Dang & Nguyen, 2021)، به نحوی که این امر سبب جلوگیری از افت ناگهانی قیمت‌ها می‌شود. بنابراین رابطه‌ای منفی میان کیفیت حسابرسی و ریسک سقوط قیمت سهام وجود دارد.

۲-۳- ساختار هیئت‌مدیره و ریسک سقوط قیمت سهام

کارایی و اثرپذیری ساختار هیئت‌مدیره به اندازه آن، دوگانگی CEO و استقلال هیئت‌مدیره بستگی دارد. اندازه هیئت‌مدیره، نقشی حیاتی جهت ارائه تصمیم‌گیری‌های مهم و حفظ تعادل در ساختار هیئت‌مدیره شرکت دارد. (Andreou et al., 2016) عملکرد مؤثر هیئت‌مدیره بر عملکرد شرکت نیز تأثیرگذار بوده و سبب کاهش احتمال بروز ریسک سقوط قیمت سهام می‌شود. اثرپذیری هیئت‌مدیره بستگی به اندازه آن به عنوان CEO شرکت داشته و این بخش سبب ارتقای سطح ارتباط، هماهنگی و یکپارچگی می‌شود (Yeung & Lento, 2018). سطح انگیزه کارکنان جهت عملکرد مؤثر در هیئت‌مدیره کوچک در مقایسه با هیئت‌مدیره بزرگ، بیشتر است و هیئت‌مدیره‌های کوچک با هزینه کمتری سروکار دارند در حالی که هیئت‌مدیره بزرگ، با هزینه زیادی جهت افزایش مهارت مدیریت شرکت، دست‌وپنجه نرم می‌کند. (Jensen & Meckling, 1979) در طرف مقابل، هیئت‌مدیره‌های کوچک‌تر بر عملکرد شرکت تأثیر می‌گذارند، زیرا این عامل از کارکرد بیشتری در دستیابی به کنترل بیشتر از سوی مدیریت، برخوردار است (Hermalin & Weisbach, 1991). همچنین اندازه هیئت‌مدیره تحت تأثیر شکل سازمان قرار دارد، به نحوی که می‌توان اندازه هیئت‌مدیره را برحسب تعداد افراد در ساختار هیئت‌مدیره سنجید (Ni & Purda, 2012). لازم است تا هیئت‌مدیره دارای مهارت‌ها و تخصص منحصربه‌فرد جهت پایش کلیه فعالیت‌های مدیریت شرکت باشد، به نحوی که در این حالت، احتمال بروز ریسک سقوط کاهش خواهد یافت. منابع پژوهشی نشان می‌دهند که ترکیب هیئت‌مدیره نیز به عنوان عاملی کلیدی جهت پایش و نظارت بر فعالیت‌ها، محسوب می‌شود (Jeon, 2019; Yeung & Lento, 2018). مطابق دیدگاه نهادی، لازم است تا هیئت‌مدیره توسط مدیران مستقل، تحت نظارت قرار گیرند. (Dalton et al., 1998).

لازم است تا ساختار هیئت‌مدیره مبتنی بر حضور مدیران مستقل باشد، زیرا آن‌ها دارای تجربه بیشتر و سطح بالایی از مهارت‌ها و دانش جهت مدیریت شرکت هستند. در صورتی که ساختار هیئت‌مدیره، مبتنی بر مدیران مستقل باشد، در این صورت کیفیت صورت‌های مالی نیز ارتقا یافته و محیط اطلاعات شرکت نیز بهتر می‌شود، به نحوی که این امر منجر به کاهش احتمال ریسک سقوط می‌شود (Yeung & Lento, 2018). ساختارهای مؤثر هیئت‌مدیره سبب کاهش هزینه نهادی و کنترل عدم قطعیت‌های محیط عملیاتی شرکت شده و منجر به کاهش احتمال ریسک سقوط قیمت سهام می‌شود (کیم و ژنگ ۲۰۱۶). قدرتمند بودن هیئت‌مدیره، به عنوان یک مؤلفه اساسی در سازوکارهای حاکمیت شرکتی داخلی محسوب شده که می‌تواند بر ریسک سقوط قیمت سهام نیز تأثیر بگذارد (Dang & Nguyen, 2021). بنابراین بر اساس منابع پژوهشی گذشته، در این پژوهش انتظار می‌رود که ساختار مؤثرتر و قدرتمندتر هیئت‌مدیره، اثری منفی با ریسک سقوط قیمت سهام داشته باشد (Kim & Zhang, 2016). یئونگ و لتو (۲۰۱۸) معتقدند که مطالعه بر روی ریسک سقوط قیمت سهام در کشورهای در حال توسعه، اهمیت بیشتری دارد، زیرا خصوصیات حاکمیت شرکتی در بین کشورها و شرکت‌های گوناگون بر اساس ساختارهای متفاوت مالکیتی و حاکمیت شرکتی، متفاوت هستند. بنابراین این پژوهش در پی ارزیابی تأثیر کیفیت حسابرسی، ساختار مالکیت و ساختار هیئت‌مدیره بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام می‌باشد.

بررسی مطالعات داخلی نیز نشان می‌دهد که، محمدی و همکاران (۱۴۰۲) در مطالعه‌ای به بررسی نقش تعدیلگری حاکمیت شرکتی بر رابطه بین اجتناب از مالیات و ریسک مالیاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۹۳ الی ۱۴۰۰ استفاده از اطلاعات ۱۲۰ شرکت پرداخته است. نتایج پژوهش نشان داد که نرخ موثر مالیات شرکتی و نوسانات نرخ مالیات شرکتی مؤثر آینده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت دارد. اما حاکمیت شرکتی بر ارتباط منفی بین نرخ موثر مالیات شرکتی و نوسانات نرخ موثر مالیات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نقش تعدیلگری ندارد. ماشینی (۱۴۰۲) به بررسی تأثیر نقش تعدیلی سازوکارهای حاکمیت شرکتی (اندازه موسسه حسابرسی، تداوم انتخاب حسابرس، تخصص حسابرس، تمرکز مالکی درصد مدیران غیر اجرایی به کل اعضای هیئت‌مدیره) بر ارتباط میان ریسک پذیری و خلق ارزش شرکت پرداخته شده است. نتایج نشان داد که متغیر تداوم انتخاب حسابرس دارای اثر تعدیل‌کنندگی بر رابطه بین ریسک پذیری و متغیر خلق ارزش تأثیر گذار نیست. در نهایت می‌توان گفت تخصص حسابرس دارای اثر تعدیل‌کنندگی بر رابطه بین ریسک پذیری و خلق ارزش شرکت است و جهت این رابطه مثبت (مستقیم) می‌باشد. تمرکز مالکیت دارای اثر تعدیل‌کنندگی بر رابطه بین ریسک پذیری و خلق ارزش شرکت نیست تا حدی که در صورتی که درصد مدیران غیر اجرایی به کل اعضای هیئت‌مدیره دارای اثر تعدیل‌کنندگی بر رابطه بین ریسک پذیری و خلق ارزش شرکت نیست. خضولو و اعظمی (۱۴۰۲) به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در پژوهش حاضر

درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی به عنوان مکانیزم حاکمیت شرکتی در نظر گرفته شده در این پژوهش می باشد. نتایج نشان می دهد که درصد سرمایه گذاران نهادی بر نسبت بدهی های کوتاه مدت تاثیر مثبت و معنادار دارد.

یونگ و لنتو (۲۰۱۸) معتقدند که بررسی ریسک سقوط قیمت سهام در کشورهای در حال توسعه، حائز اهمیت است زیرا ساختارهای مالکیت شرکتها و سازوکارهای حاکمیت شرکتی در میان کشورها، متفاوت است. از این رو، هدف این پژوهش، از بین بردن این خلأ با ارزیابی تأثیر کیفیت حسابداری، ساختار مالکیت و ساختار هیئت مدیره بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام می باشد. در این پژوهش، در پی ایجاد نوآوری و دستاوردهای تازه در منابع پژوهشی پیرامون خصوصیات حاکمیت شرکتی و ریسک سقوط آینده قیمت سهام است. این پژوهش جهت ارزیابی عملکرد آتی شرکتها به دلیل تعریف ریسک آتی سقوط قیمتها، اهمیت دارد. چن و همکاران (۲۰۱۷)، یک خصوصیت حاکمیت شرکتی را در نظر گرفته و معتقدند که می توان در پژوهشهای آینده، خصوصیات مختلف را جهت بررسی ریسک سقوط آتی قیمت سهام مورد توجه قرار داد. علاوه بر این، الگمره و همکاران (۲۰۱۸) در تحقیق خود نتیجه گرفته اند که قدرت حاکمیت شرکتی، اثر متفاوتی بر شاخصهای یک شرکت در دورههای بحران و ثبات دارد.

۴-۴- فرضیه های پژوهش

- فرضیه ۱: ساختار مالکیت، رابطه معناداری با ریسک سقوط قیمت سهام دارد.
- فرضیه ۲: کیفیت حسابداری دارای تأثیر منفی بر ریسک سقوط قیمت سهام است.
- فرضیه ۳: بالا بودن سطح استقلال هیئت مدیره، تأثیر منفی بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد.

۳-۳- روش و داده ها

این مطالعه از لحاظ هدف کاربردی است که با روش توصیفی-تحلیلی انجام می گیرد و از رگرسیون چندگانه جهت بررسی فرضیات استفاده می شود. در این جامعه آماری شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار از سال ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰، می باشند که در نهایت پس از در نظر گرفتن شروط تقریباً ۱۲۹ شرکت انتخاب گردیده اند. در این مطالعه جهت برآورد مدلها ابتدا با استفاده از رگرسیون پدل به برآورد مدلها پرداخته شد و سپس جهت کم کردن متغیرهای حاکمیتی شرکتی با استفاده از روش تحلیل مولفه های اصلی (PCA) به شاخص سازی پرداخته شد و سپس مدل های جدید جهت تحلیل استواری و به منظور بررسی این که نتایج این پژوهش عاری از درون زایی باشد. با روش مدل GMM پدلی برآورد گردید. رودمن (۲۰۰۹) معتقد است که GMM توانایی بهبود OLS و برآوردهای اثر ثابت را با احتساب اثرات ثابت و ارزش های کنونی اثر متغیر بر مقادیر تاریخی با بهره گیری از وقفه متغیر وابسته و احتساب خصوصیات شرکت و عوامل خارجی دیگر به عنوان ابزار دارد. همچنین در تحلیل استواری، مدل های ۱ و ۲ به صورت GMM پدلی را برآورد گردید.

۳-۱- اندازه گیری متغیرها

متغیر وابسته: ریسک سقوط قیمت

هاتن^۱ و همکاران (۲۰۰۹) دو معیار اندازه گیری ریسک سقوط قیمتها شامل نوسان منفی به مثبت (DUV) و ضریب منفی چولگی (NCSK) را ارائه کردند. بازدهی هفتگی شرکت جهت محاسبه این معیارها با بهره گیری از فرمول های زیر استفاده شدند:

$$NCSK_{i,k} = -\frac{(n-1)3/2 \sum R_{3i,t}}{((n-1)(n-2) \sum R_{2i,t})} \quad NCSK_{i,k} = -\frac{(n-1)3/2 \sum R_{i,t3}}{((n-1)(n-2) \sum R_{i,t2})} \quad 3/2$$

که n نشان دهنده تعداد مشاهدات بازدهی هفتگی شرکت در طی سال T است. در صورتی که مقدار NCSK زیاد باشد، در این صورت ریسک بالاتر سقوط را نشان می دهد:

$$DUV_{i,t} = \log[(W_u - 1) \sum \text{down} R_{2i,t} / (W_d - 1) \sum \text{up} R_{2i,t}] \quad DUV_{i,t} = \log[(W_u - 1) \sum \text{down} R_{i,t2} / (W_d - 1) \sum \text{up} R_{i,t2}]$$

که W_D و W_U نشان دهنده هفته مثبت و هفته منفی است به نحوی که اگر بازدهی هفتگی کمتر از مقدار میانگین باشد، در این صورت هفته منفی را نشان می دهد و اگر بازده هفتگی بیش از مقدار میانگین باشد، در این صورت هفته مثبت را نشان می دهد. بازده هفتگی یک شرکت به دو بخش بازده مثبت و بازده منفی تقسیم می شود. همچنین این شاخص با ضریب منفی چولگی یکسان است به نحوی که اگر ارزش نوسان منفی به مثبت زیاد باشد، در این صورت ریسک سقوط نیز افزایش می یابد. یانگ و لنتو (۲۰۱۸)، یاسر^۳ و همکاران (۲۰۱۵)، چانه^۴ و همکاران (۲۰۲۰) نیز از اندازه گیری های ریسک قیمت سهام مطابق پژوهش هاتن و

1 Hutton
2 Yeung and Lento
3 Yasser
4 Chae

همکاران (۲۰۰۹) استفاده کردند. در این پژوهش، ضریب چولگی منفی یک سال گذشته (NCSKi T+1) و سال جاری (DUViT+1) استفاده شدند و از ضریب چولگی منفی به عنوان شاخص اصلی خود جهت تحلیل استفاده کرده و همچنین از شاخص نوسان منفی به مثبت (DUV) به عنوان معیار ارزیابی جایگزین استفاده شد.

متغیرهای مستقل

ساختار مالکیت: ما از دو شاخص جهت سنجش ساختار مالکیت استفاده کردیم. در ابتدا باید گفت که مالکیت متمرکز نشان دهنده درصدی از سهام تحت مالکیت ۱۰ سهامدار برتر شرکت در انتهای سال t است. ثانیاً، مالکیت دولتی بر اساس مشخصات ساختگی سنجیده می شود. در صورتی که سهام تحت مالکیت دولت باشد، عدد ۱ و در غیر این صورت، عدد ۰ را ثبت کرده ایم. احتمال سقوط قیمت سهام به دلیل کنترل سهام داران یا مالکان با توجه به نظارت بیشتر آن ها و دارا بودن حقوق جریان وجوه نقد به میزان بیش از نیمی از سهام، کاهش می یابد. (Boubaker et al., 2014).

ساختار هیئت مدیره: چندین شاخص پیرامون ساختار هیئت مدیره استفاده شده اند که ابتدا به دوگانگی CEO (مدیرعامل) اشاره می شود. این متغیر به صورت یک متغیر ساختگی است به نحوی که اگر CEO دارای دو سمت به عنوان CEO و رئیس هیئت مدیره شرکت باشد، در این صورت عدد (۱) و در غیر این صورت عدد (۰)، به این متغیر تعلق می گیرد. شاخص دوم، اندازه هیئت مدیره بوده که کل اعضای مدیران هیئت مدیره شرکت را نشان می دهد. شاخص سوم، تنوع جنسیتی بود که به صورت یک شاخص ساختگی سنجیده شده است به نحوی که در صورت وجود مدیر زن، عدد (۱) و در غیر این صورت، عدد (۰) در نظر گرفته شده است. شاخص چهارم، استقلال هیئت مدیره بوده که نشان دهنده وجود مدیران مستقل در هیئت مدیره است. لازم است تا ساختار هیئت مدیره مبتنی بر مدیران مستقل باشد، زیرا آن ها دارای تجربه بیشتر و سطح بالایی از مهارت ها و دانش جهت مدیریت شرکت ها است (Farinha, 2003). اگر ساختار هیئت مدیره مبتنی بر مدیران مستقل باشد، در این صورت کیفیت صورت های مالی ارتقا خواهد یافت و محیط اطلاعات شرکت مطلوب تر شده که این امر سبب کاهش احتمال ریسک سقوط قیمت ها می شود (Yeung & Lento, 2018). این معیار را با احتساب نسبت تعداد کل مدیران مستقل توسط کل مدیران در هیئت مدیره و ضرب آن در ۱۰۰٪ محاسبه شد.

کیفیت حسابرسی: کیفیت حسابرسی با در نظر گرفتن لگاریتم طبیعی دستمزد حسابرسی، اندازه گیری شد. کیفیت حسابرسی به شدت تحت تأثیر دستمزد حسابرسی قرار دارد، به نحوی که اگر دستمزد حسابرسی بالا باشد، در این صورت مشتری اهمیت بیشتری برای شرکت حسابرسی (حسابرس) داشته و حسابرسان بهترین کیفیت حسابرسی را جهت کاهش ریسک سقوط قیمت سهام ارائه می کنند (Karsemeijer, 2012). ثانیاً ما از کیفیت حسابرسی قابل دسترسی در صورت استفاده یک شرکت از خدمات چهار شرکت بزرگ حسابرسی (Big4) استفاده کرده که به صورت یک متغیر ساختگی، رتبه بندی می شوند. در صورتی که یک شرکت بزرگ، شرکت متقاضی را حسابرسی کند، این حالت معادل ۱ و در غیر این صورت (۰) خواهد بود. کیفیت بالای حسابرسی با حسابرسی شرکت های بزرگ ارتباط دارد، زیرا شرکت های بزرگ تر بهترین گزارش های حسابرسی و با بالاترین کیفیت را ارائه می کنند. (DeAngelo, 1981).

متغیرهای کنترل: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (MBi,t)، نسبت اهرم بندی (MBi,t) و ROE به عنوان متغیرهای کنترلی جهت بررسی تأثیر احتمالی جنبه های دیگر بر ریسک سقوط قیمت سهام، استفاده شدند. می توان این جنبه ها را جهت افزایش ارزش شرکت، تحت کنترل قرار داد. (Andreou et al., 2016).

بنابراین مدل داده های پنل زیر را جهت ارزیابی رابطه بین شاخص های حاکمیت شرکتی و ریسک سقوط قیمت، ارائه شد:

$$\text{CrashRisk}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{BDSize}_{i,t} + \beta_2 \text{BDINED}_{i,t} + \beta_3 \text{CEODuality}_{i,t} + \beta_4 \text{BDGED}_{i,t} + \beta_5 \text{OWN}_{i,t} + \beta_6 \text{SOE}_{i,t} + \beta_7 \text{AQFee}_{i,t} + \beta_8 \text{AQBig4}_{i,t} + \beta_9 \text{ROE}_{i,t} + \beta_{10} \text{MTBi}_{i,t} + \beta_{11} \text{LEV}_{i,t} + \beta_{12} \text{LEV}_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

که β_0 = ضریب ثابت، $\text{BDSize}_{i,t}$ = اندازه هیئت مدیره، $\text{BDINED}_{i,t}$ = استقلال هیئت مدیره، $\text{CEODuality}_{i,t}$ = دوگانگی مدیر در شرکت، $\text{BD_GED}_{i,t}$ = تنوع جنسیت هیئت مدیره؛ $\text{OWN}_{i,t}$ ، $\text{SOE}_{i,t}$ نشان دهنده ساختار مالکیت که با تمرکز مالکیت و مالکیت دولتی ثبت می شود، $\text{AQFee}_{i,t}$ = کیفیت حسابرسی / دستمزد حسابرسی؛ $\text{AQBig4}_{i,t}$ = کیفیت حسابرسی با استفاده از ۴ شرکت بزرگ حسابرسی، $\text{LEV}_{i,t}$ ، $\text{ROE}_{i,t}$ و $\text{MTBi}_{i,t}$ نشان دهنده بازدهی حقوق صاحبان سهام، اهرم بندی و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری است.

ریسک سقوط آتی قسمت سهام (crash_risk_{i,t}) نقش متغیر وابسته را بر عهده دارد. خصوصیات ساختار مالکیت شامل تمرکز مالکیت و مالکیت دولتی هستند (OWN_{i,t} و SOE_{i,t}). ساختار هیئت مدیره برحسب اندازه هیئت مدیره، مدیران مستقل هیئت مدیره، دوگانگی CEO و در نهایت تنوع جنسیت هیئت مدیره، اندازه گیری می شود (BD_SIZE, BD_INED_{i,t}،) $\text{BD_GEN}_{i,t}$ و $\text{CEO_DUALITY}_{i,t}$ خصوصیات کیفیت حسابرسی شامل دستمزد و هزینه حسابرسی و شرکت های BIG4 است. AQ_{i,t} نشان دهنده کیفیت حسابرسی در مدل تحقیق است. ساختار مالکیت، ساختار هیئت مدیره و کیفیت

حسابرسی به‌عنوان متغیرهای مستقل در این تحقیق در نظر گرفته شده‌اند. متغیرهای کنترلی شامل بازده حقوق صاحبان سهام، اهرم‌بندی و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری است (LEVi,t, ROEi,t, MTBi,t).

$$\text{CrashRisk}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{BDS}_{i,t} + \beta_2 \text{BDS}_{i,t} + \beta_3 \text{OWN}_{i,t} + \beta_4 \text{OWN}_{i,t} + \beta_5 \text{AQ}_{i,t} + \beta_6 \text{AQ}_{i,t} + \beta_8 \text{ROE}_{i,t} + \beta_9 \text{MTB}_{i,t} + \beta_{10} \text{LEV}_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

$$\text{CrashRisk}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{BDS}_{i,t} + \beta_2 \text{BDS}_{i,t} + \beta_3 \text{OWN}_{i,t} + \beta_4 \text{OWN}_{i,t} + \beta_5 \text{AQ}_{i,t} + \beta_8 \text{ROE}_{i,t} + \beta_9 \text{MTB}_{i,t} + \beta_{10} \text{LEV}_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

در این مدل، $\text{OWN}_{i,t}$, $\text{BDS}_{i,t}$, $\text{AQ}_{i,t}$ نشان‌دهنده ضرایب PCA در خصوصیات اشاره شده تمرکز مالکیت، ساختار هیئت‌مدیره و کیفیت حسابرسی است.

در تحلیل استواری و به‌منظور بررسی این که نتایج این پژوهش عاری از درون‌زایی هستند، مدل GMM پنلی برآورد گردید. رودمن (۲۰۰۹) معتقد است که GMM توانایی بهبود OLS و برآوردهای اثر ثابت را با احتساب اثرات ثابت و ارزش‌های کنونی اثر متغیر بر مقادیر تاریخی با بهره‌گیری از وقفه متغیر وابسته و احتساب خصوصیات شرکت و عوامل خارجی دیگر به‌عنوان ابزار دارد. همچنین در تحلیل استواری، مدل‌های ۱ و ۲ به صورت GMM پنلی را برآورد گردید.

۴- یافته‌های پژوهش

جدول (۱) نشان‌دهنده خلاصه‌ای از آمار توصیفی متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی است. مقادیر میانگین معیارهای ریسک سقوط، NCSK و DUV به ترتیب ۱۳.۶٪ و ۱.۳٪ و مقادیر انحراف استاندارد، ۱.۲ و ۰.۴ هستند. آمارهای توصیفی نشان می‌دهند که ساختار مالکیت در نمونه تحقیق ما به‌شدت متمرکز است؛ این یافته‌ها با پژوهش جاوید و اقبال (۲۰۰۸) همخوانی دارند. مقدار میانگین متغیر مدیران مستقل هیئت‌مدیره به میزان ۱۹.۶٪ بوده درحالی‌که ۱۰٪ شرکت‌ها دارای اشخاص یکسانی بوده که نقش‌های دوگانه را انجام داده و ۵٪ آن‌ها، مدیران زن هستند. بحران مالی به‌عنوان یک متغیر ساختگی استفاده شده که طی آن، مقدار میانگین ۲۲٪ است. مقدار میانگین کیفیت حسابرسی که برحسب دستمزد حسابرسی اندازه‌گیری می‌شود، به میزان ۷۲٪ است.

جدول ۱- آمارهای توصیفی

متغیرها	انحراف استاندارد	میانگین	میانه
ضریب چولگی منفی	1.2760	0.1360	۰,۱۲۵۷
نوسان منفی به مثبت	0.4150	0.0131	0.0131
ساختار مالکیت	0.2400	۰,۴۱۶۳	۰,۴۱۸۷
تمرکز مالکیت	۰,۳۴۰۷	0.1338	۰,۱۲۵۷
استقلال هیئت مدیره	۰,۲۱۴۵	۰,۱۹۶۶	۰,۰۴۵۸
اندازه هیئت مدیره	۲,۳۵۵۲	۸,۹۱۲۶	۸,۳۴۹۰
دوگانگی مدیر در شرکت	۰,۳۰۵۶	۰,۱۰۴۰	۰,۱۱۰۱
تنوع جنسیتی هیئت مدیره	۰,۱۱۵۶	۰,۰۵۹۶	۰,۰۵۷۹
کیفیت حسابرسی	۰,۴۴۸۸	۰,۷۲۱۱	۰,۷۱۷۴
دستمزد حسابرسی	1.3364	۷,۱۲۵۹	۷,۱۱۵۴
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	4.7740	۲,۷۴۳۱	۲,۷۲۶۴
نسبت بازده حقوق صاحبان سهام	۰,۶۲۵۵	۰,۵۶۶۵	۰,۴۴۵۸
نسبت اهرم بندی	46.7530	18.171	۱۸,۱۲۱

تحلیل همبستگی در جدول (۲) نشان می‌دهد که هیچ علامتی مبنی بر همبستگی متغیرهای مستقل وجود ندارد، زیرا ارتباط بین متغیرهای مستقل، کمتر از ۰.۵ است. دو متغیر NCSKEW_{t+1} و DUVOL_{t+1} جهت سنجش ریسک سقوط استفاده شده و این دو شاخص با همبستگی ۰,۸۶، ارتباط مثبت و معناداری با یکدیگر دارند. می‌توان تأیید کرد که امکان استفاده از این دو شاخص برای بررسی استواری وجود دارد. همچنین پژوهش گذشته، طبق مطالعه اندرو و همکاران (۲۰۱۶). همبستگی مثبت را در میان دو معیار ریسک سقوط بررسی کرد تمرکز مالکیت، رابطه منفی و معناداری با ریسک سقوط قیمت با $(r = -0.08)$ دارد. مدیران مستقل ارتباطی منفی با ریسک سقوط قیمت سهام دارند $(r = -0.12)$. از طرفی، اندازه هیئت‌مدیره، ارتباطی منفی با ریسک سقوط دارد $(r = -0.8)$. کیفیت حسابرسی دارای رابطه نه‌چندان معناداری با ریسک سقوط است. بحران مالی نیز همبستگی زیادی با ریسک سقوط قیمت سهام دارد. بر اساس تحلیل همبستگی، خصوصیات خاص حاکمیت شرکتی به‌عنوان یک رابطه معنادار با ریسک سقوط محسوب می‌شوند. مطابق مطالعه کالن و فنگ (۲۰۱۵) خصوصیات حاکمیت شرکتی، همبستگی زیادی با ریسک سقوط دارند همچنین اهرم‌بندی، رابطه‌ای منفی با ریسک سقوط با مقدار همبستگی ۰,۰۱ داشته و ROE دارای رابطه‌ای به‌شدت معنادار با ریسک سقوط در هر دو مدل و با مقدار همبستگی ۰,۱ و ۰,۱۷ است.

جدول ۲- تحلیل همبستگی

۱۴	۱۳	۱۲	۱۱	۱۰	۹	۸	۷	۶	۵	۴	۳	۲	۱	
													1	تمرکز مالکیت
												1	-0.13	ساختار مالکیت
											1	0.08	0.09	استقلال هیئت مدیره
										1	0.10	0.31	-0.11	اندازه هیئت مدیره
									1	-0.19	-0.01	-0.06	-0.04	دوگانگی مدیر در شرکت
								1	-0.13	-0.09	0.14	-0.07	0.06	تنوع جنسیتی هیئت مدیره
							1	-0.04	-0.09	0.26	0.04	0.13	-0.12	دستمزد حسابرسی
						1	0.32	-0.16	-0.32	0.41	0.09	0.14	-0.16	کیفیت حسابرسی
				1	1	0.04	0.01	0.01	-0.07	-0.02	-0.02	0.16	-0.10	نسبت اهرم بندی
			1	-0.03	0.02	-0.01	0.02	0.03	-0.09	0.06	0.12	-0.13	0.01	بازده حقوق صاحبان سهام
		1	0.06	0.08	-0.12	0.18	0.10	-0.02	-0.15	0.09	0.04	0.11	-0.01	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
	1	0.07	-0.06	-0.03	0.15	0.05	0.01	-0.02	0.01	-0.8	-0.13	0.01	-0.09	ضریب چولگی منفی
1	0.86	0.05	-0.06	-0.04	0.2	-0.01	-0.05	0.05	-0.01	0.01	0.07	0.02	-0.04	نوسان منفی به مثبت

جدول (۳) نشان دهنده تأثیر خصوصیات حاکمیت شرکتی بر ریسک سقوط قیمت است. مدل ۱ نشان دهنده مدل مبنا با ضریب چولگی منفی و مدل ۲ نشان دهنده ارزیابی‌های جایگزین با استفاده از متغیر نوسان منفی به مثبت است. نتایج برآورد با رگرسیون پنل آورده شده است:

جدول ۳- نتایج رگرسیون پنل

مدل ۲		مدل ۱		متغیرها
آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	
نوسان منفی به مثبت		ضریب چولگی منفی		
-1.400	-0.106	-2.303	-0.541**	تمرکز مالکیت
0.130	0.007	-0.507	-0.091	ساختار مالکیت
1.780	0.151*	-2.814	-0.741**	استقلال هیئت مدیره
-0.147	-0.001	-2.854	-0.025**	اندازه هیئت مدیره
-0.693	-0.043	-0.234	-0.045	دوگانگی مدیر در شرکت
1.023	0.162	0.030	0.015	تنوع جنسی هیئت مدیره
-0.632	-0.009	0.404	0.018	دستمزد حسابرسی
-0.519	-0.024	0.149	0.022	کیفیت حسابرسی
-1.046	-0.030	-1.934	-0.074**	نسبت اهرم بندی
-1.775	-0.006*	-2.048	-0.023**	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
1.840	0.0005*	1.952	0.002**	بازده حقوق صاحبان سهام
-	-	1.929	0.062**	ضریب چولگی منفی
0.016	0.0005			نوسان منفی به مثبت

538	N		538	N
0.001	F-Sig		.000	F-Sig

***، ** و * به ترتیب معنی داری در سطح یک، پنج و ده درصد

مطابق نتایج مدل ۱، ساختار مالکیت، تأثیر منفی و معناداری بر ریسک سقوط قیمت دارد ($\beta = -0.541, p < 0.05$) به نحوی که تمرکز مالکیت زیاد منجر به عملکرد قابل توجه و احتمال کمتر ریسک سقوط قیمت سهام می‌شود که با مطالعه اندرسون و ریب (۲۰۰۳) همخوانی دارد. مالکیت دولتی به‌عنوان یک متغیر ساختاری است که رابطه آماری معناداری با ریسک سقوط قیمت سهام دارد ($\beta = -0.09, p = 0.09$ غیر معنادار)، رابطه منفی و معناداری بین مدیران مستقل و اندازه هیئت‌مدیره با ریسک سقوط در مدل ۱ با مقدار ($\beta = -0.02, p < 0.05$ ، $\beta = -0.74, p < 0.05$) وجود دارد. مطابق مطالعه وارشنی و همکاران (۲۰۱۲)، اندازه بزرگ هیئت‌مدیره سبب ایجاد تنوع می‌شود؛ همچنین از مهارت‌ها و تخصص اعضا جهت تصمیم‌گیری مطلوب‌تر استفاده شده که این امر موجب عملکرد پرت‌تر شرکت شده و سبب کاهش احتمال ریسک سقوط قیمت سهام می‌شود

رابطه غیر معناداری بین دوگانگی مدیر و ریسک سقوط قیمت سهام وجود دارد ($\beta = 0.04, p > 0.05$). مطابق مطالعه عبید و همکاران (۲۰۱۸)، این یافته‌ها نشان می‌دهند که دستمزد حسابرسی و چهار شرکت بزرگ حسابرسی، رابطه غیر معناداری با ریسک سقوط قیمت سهام دارد ($\beta = 0.01, p > 0.05$ و $\beta = 0.02, p > 0.05$). چهار حسابرس بزرگ، تأثیری در افزایش کیفیت حسابرسی به دلیل پیوند اقتصادی حساب‌برسان با مشتریان خود در ساختار مالکیت خانوادگی متمرکز ندارند. بنابراین، سیاست‌گذاران و عوامل اجرایی معتقدند که نمی‌توان به نتایج سازگاری در مورد صورت‌های مالی توسط چهار شرکت بزرگ دست یافت

به‌طور مشابه، مدل ۲ که به‌عنوان ارزیابی استواری یا بررسی جایگزین ارائه شده است، نشان می‌دهد که به‌جز شاخص استقلال هیئت‌مدیره و بحران مالی، کلیه شاخص‌های دیگر، هیچ اثر معناداری بر ریسک قیمت سهام ندارند. همچنین، ممکن است این موضوع ناشی از ترکیب شاخص‌های حاکمیت شرکتی و یا ناشی از درون‌زایی باشد.

به‌منظور حل این مسئله، ابتدا PCA را جهت تولید عوامل جایگزین خصوصیات مجزای حاکمیت شرکتی، انجام شد. PCA به‌منظور کاهش ۸ شاخص مجزای حاکمیت شرکتی در یک عامل کوچک‌تر به‌منظور ثبت تغییرات بیشتر در نتایج استفاده می‌شود (کیسر ۱۹۶۰). در این تحلیل، ۳ عامل PCA ایجاد می‌شوند که طی آن یک PCA شامل متغیر ساختار هیئت‌مدیره (BDS) و آخرین PCA شامل متغیر کیفیت حسابرسی (AQ) است.

جدول ۴- روش پدل پویای گشتاورهای تعمیم‌یافته پس از ضرایب PCA

مدل ۲		مدل ۱		
آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	
-1.554	(0.902)	-2.930	(0.797)**	ساختار مالکیت
-0.742	(0.102)	-2.746	(1.248)***	ساختار هیئت‌مدیره
0.961	0.181	1.289	0.553	کیفیت حسابرسی
0.124	0.038	-0.690	(0.310)**	اهرم‌بندی
0.887	0.019	1.685	0.069**	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
1.909	0.006*	0.338	0.002***	بازده حقوق صاحبان سهام
		0.697	0.016	ضریب چولگی منفی
-0.936	(0.061)			نوسان منفی

***، ** و * به ترتیب معنی داری در سطح یک، پنج و ده درصد

جدول ۴ نشان‌دهنده نتایج مبتنی بر GMM برآورد شده است. همچنین، آزمون آرلانو-باند، هیچ نوع همبستگی پیاپی مرتبه دوم را در باقی‌مانده‌ها، تأیید نکرد. مطابق پژوهش زمان^۱ و همکاران (۲۰۲۱)، مقدار معنادار $p < 0.05$ در پدل C جدول ۵، مؤید تناسب تأخیرها جهت کنترل پویایی مدل است درحالی‌که AR(2)، احتمال عدم همبستگی پیاپی در تفاوت دوم را رد نکرده است. مدل ۱ نشان می‌دهد که ساختار مالکیت، اثر منفی و معناداری بر ریسک سقوط قیمت دارد ($\beta = -0.797, p < 0.05$). همچنین، ساختار هیئت‌مدیره نیز اثر منفی و معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد ($\beta = -1.24, p < 0.05$). درعین‌حال، کیفیت حسابرسی دارای ارتباط غیر معناداری با ریسک سقوط است ($\beta = 0.5, p = 0.05$ غیر معنادار). درواقع، معیار نوسان منفی به مثبت، معیار مطلوبی در بازارهایی که اغلب دارای مالکیت خانوادگی هستند، محسوب نمی‌شود.

بنابراین ساختار مالکیت، اثر منفی و معناداری بر ریسک سقوط قیمت داشته و درنتیجه فرضیه ۱ تأیید می‌شود. ممکن است ساختار مالکیت مبتنی بر تمرکز مالکیت منجر به عملکرد قابل توجه و کاهش احتمال بروز ریسک سقوط قیمت‌ها شود (همانند

¹ Zaman

مطالعه اندرسون و ریب، ۲۰۰۳). حدود ۵۹٪ شرکت‌ها در بازار سرمایه کشور، دارای مالکیت خانوادگی بوده (همانند مطالعه جاوید و اقبال، ۲۰۰۸) که سبب کاهش احتمال جریان منفی اطلاعات با ایجاد یک محیط انحصاری می‌شود. عوامل اجرایی و پژوهشگران معتقدند که تأثیر تمرکز مالکیت سبب کاهش احتمال سقوط قیمت سهام و افزایش ارزش شرکت‌ها و عملکرد آن می‌شود مطابق مطالعه لی و زنگ (۲۰۰۹)؛ شاه و همکاران (۲۰۱۱) می‌باشد. کیفیت حسابرسی اثر معناداری بر ریسک سقوط نداشته و در نتیجه فرضیه ۲ تأیید نمی‌شود. کیفیت حسابرسی به‌عنوان یک شاخصه بسیار مهم در حاکمیت شرکتی در نظر گرفته نمی‌شود، زیرا حسابرسان با توجه به پیوند اقتصادی خود با مشتریان، تصویر واقعی و منصفانه‌ای از گزارش‌های مالی ارائه نمی‌کنند (عبید و همکاران ۲۰۱۸). رابطه‌ای منفی و معنادار میان ساختار هیئت‌مدیره و ریسک سقوط قیمت سهام وجود دارد (ضریب = -1.24، $P < 0.05$)، در نتیجه فرضیه ۳ تأیید می‌شود. این نتایج با پژوهش‌های داسیلوا (۲۰۱۹)، محمدی و همکاران (۱۴۰۲) و اندرو و همکاران (۲۰۱۶) همخوانی دارند به‌نحوی که مشخصات حاکمیتی و ارتباط ریسک سقوط قیمت سهام در سقوط و صعود چرخه بازار، اهمیت می‌یابند، اما قدرت حاکمیت سبب کاهش یا وخیم‌تر شدن ریسک نمی‌شود.

۵- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این پژوهش، تأثیر سازوکار حاکمیت شرکتی بر ریسک سقوط قیمت سهام در ۱۲۹ شرکت حاضر در بورس اوراق بهادار در طی سال‌های ۱۳۹۳ لغایت ۱۴۰۰ بررسی شد. مطابق نتایج این پژوهش، ساختار مالکیت و هیئت‌مدیره، ارتباطی منفی با ریسک سقوط قیمت سهام دارند. مالکیت متنوع سبب ایجاد هزینه نهادی شده در حالی که تمرکز مالکیت موجب کاهش مسئله هزینه نهادی و سبب محدود شدن احتمال بروز ریسک سقوط قیمت سهام می‌شود. کیفیت حسابرسی تأثیری بر ریسک سقوط قیمت سهام در مدل کمترین مربعات ندارد، اما کیفیت حسابرسی تأثیر معناداری بر ریسک سقوط آتی قیمت در ساختارها دارد. همچنین کیفیت حسابرسی به‌عنوان شاخصه مهم حاکمیت شرکتی در نظر گرفته نمی‌شود. این پژوهش نشان داد که حاکمیت شرکتی قدرتمند، سبب محدود شدن احتمال ریسک سقوط آتی قیمت می‌شود. شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی مؤثر، دارای سطح محدود ریسک سقوط آتی قیمت سهام بوده و این نتیجه با یافته‌های پژوهش جبران و همکاران (۲۰۱۹)، همخوانی دارد. سلسله‌مراتب غیررسمی هیئت‌مدیره بر ریسک سقوط آتی قیمت تأثیر می‌گذارد، به‌نحوی که ترکیب هیئت‌مدیره سبب محدود شدن رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران می‌شود.

دستاورد این پژوهش در منابع پژوهشی، ارائه خصوصیات جامع و کامل حاکمیت شرکتی بر ریسک سقوط قیمت است. همچنین نمی‌توان ریسک سقوط را با متنوع سازی سید سهام، به حداقل رساند به‌نحوی که این المان ریسک ناشی از بی‌ثباتی سیستماتیک است (Andreou et al., 2016). این پژوهش شواهد تجربی کاملی را جهت کاهش ریسک سقوط آتی قیمت سهام با بررسی سازوکارهای حاکمیت شرکتی و سپس افزودن سهام به سید سهام ارائه کرده است. همچنین به‌منظور حل شاخص سازی با PCA جهت تولید عوامل جایگزین خصوصیات مجزای حاکمیت شرکتی به روش مفید می‌باشد و برآورد با روش GMM به عنوان روش مناسب به جای رگرسیون پنل می‌باشد.

این پژوهش با بررسی چگونگی حداقل کردن مسائل نهادی باوجود متنوع بودن سید سهام، بر غنای منابع پژوهشی کنونی افزوده است. علاوه بر این، قانون‌گذاران می‌توانند شرکت‌ها را با افزودن سهام به الگوی پریسک و کم ریسک و ارائه یک راهنمای خودکار برای مدیریت و هیئت‌مدیره برای پرهیز از سقوط آینده قیمت، پایش کنند. می‌توان در پژوهش‌های آینده، تأثیر رویکردهای حسابداری را بر ریسک سقوط قیمت سهام بررسی کرد تا به پیکره دانش افزود.

منابع

۱. خضولو، رویا و عظیمی، مرجان، ۱۴۰۲، بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه، سومین کنفرانس بین المللی تحقیقات پیشرفته در مدیریت و علوم انسانی.
۲. دهقانی، محمد، ۱۴۰۲، بررسی رابطه بین برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و محافظه کاری در گزارشگری مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، سومین کنفرانس بین المللی تحقیقات پیشرفته در مدیریت و علوم انسانی.
۳. ماشینی، رضا، ۱۴۰۲، بررسی تاثیر نقش تعدیلی سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ارتباط میان ریسک پذیری و خلق ارزش شرکت، نهمین کنفرانس بین المللی علوم مدیریت و حسابداری، تهران.
۴. موسولی، عباس و حبیبی تبار، حسین، ۱۴۰۲، نقش حاکمیت شرکتی در تجارت و بازاریابی اسلامی، نوزدهمین کنفرانس ملی رویکردهای نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری، بابل.
۵. محمدی، داوود و خسروی فارسانی، رضا، ۱۴۰۲، بررسی نقش تعدیلگری حاکمیت شرکتی بر رابطه بین اجتناب از مالیات و ریسک مالیاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نهمین کنفرانس بین المللی علوم مدیریت و حسابداری، تهران.

6. Andreou P. C., Antoniou C., Horton J., Louca C. (2016). Corporate governance and firm-specific stock price crashes. *European Financial Management*, 22, 916–956. .
7. Ball R., Jayaraman S., Shivakumar L. (2012). Audited financial reporting and voluntary disclosure as complements: A test of the confirmation hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1–2), 136–166. .
8. Berle A. A., Means G. C. (1991). *The Modern Corporation and private property*. Macmillan.
9. Boubaker S., Nguyen D. K. (2014). *Corporate governance in emerging markets*. Springer Nature. .
10. Callen J. L., Fang X. (2013). Institutional investor stability and crash risk: Monitoring versus short-termism? *Journal of Banking & Finance*, 37, 3047–3063. .
11. Callen J. L., Fang X. (2015). Religion and stock price crash risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50, 169–195. .
12. Chae S. J., Nakano M., Fujitani R. (2020). Financial reporting opacity, audit quality and crash risk: Evidence from Japan. *Journal of Asian Finance Economics and Business*, 7(1), 9–17.
13. Chen H., Chen J. Z., Lobo G. J., Wang Y. (2011). Effects of audit quality on earnings management and cost of equity capital: Evidence from China. *Contemporary Accounting Research*, 28, 892–925.
14. Da Silva P. P. (2019). Corporate governance, earnings quality and idiosyncratic crash risk during the 2007–2008 financial crisis. *Journal of Multinational Financial Management*, 51, 61–79.
15. DeAngelo L. E. (1981). Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics*, 3, 183–199. .
16. Farinha J. (2003). Dividend policy, corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis: an empirical analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(9-10), 1173–1209. .
17. Francis B., Hasan I., Li L. (2016). Abnormal real operations, real earnings management, and subsequent crashes in stock prices. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 46(2), 217–260.
18. Gul S., Sajid M., Razzaq N., Afzal F. (2012). Agency cost, corporate governance and earnings management. *International Journal of Business and Social Science*, 3(9), 268–277.
19. Habib A., Hasan M. M., Jiang H. (2018). Stock price crash risk: Review of the empirical literature. *Accounting and Finance Journal*, 58, 211–251.
20. Hermalin B. E., Weisbach M. S. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, 20, 101–112.
21. Hunjra A. I., Mehmood R., Tayachi T. (2020). How Do Corporate Social Responsibility and corporate governance affect stock price crash risk? *Journal of Risk and Financial Management*, 13(2), 30.
22. Jensen M. C., Meckling W. H. (1979). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. .
23. Jin L., Myers S. C. (2006). R2 around the world: New theory and new tests. *Journal of financial Economics*, 79(2), 257–292.
24. Jone C. I. (2019). *The global financial crisis: Overview. A Supplement to Macroeconomics*. W.W. Norton.
25. Karamanou I., Vafeas N. (2005). The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: An empirical analysis. *Accounting Research Journal*, 43, 453–486. .
26. Karsemeijer M. (2012). *The relation between audit fees and audit quality* [Master thesis, of University of Amsterdam, pp. 1–36].
27. Kim J. B., Zhang L. (2016). Accounting conservatism and stock price crash risk: Firm level evidence. *Contemporary Accounting Research*, 33, 412–441. .
28. .
29. Kouaib A., Jarbou A. (2014). External audit quality and ownership structure: Interaction and impact on earnings management of industrial and commercial Tunisian sectors. *Journal of Economics Finance and Administrative Science*, 19(37), 78–89. .
30. Lemmon M. L., Lins K. V. (2003). Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. *The Journal of Finance*, 58(4), 1445–1468.

31. Li J., Wang L., Zhou Z. Q., Zhang Y. (2021). Monitoring or tunneling? Information interaction among large shareholders and the crash risk of the stock price. *Pacific-Basin Finance Journal*, 65, 101469.
32. Masulis R. W., Wang C., Xie F. (2007). Corporate governance and acquirer returns. *The Journal of Finance*, 62(4), 1851–1889.
33. Nazeer A., Shafi K., Idrees Z., Hua L. (2015). Impact of financial crisis on an economy: Pakistan as a case. *American Journal of Service Science and Management*, 2(2), 14.
34. Ni Y., Purda L. D. (2012). Does monitoring by independent directors reduce firm risk? (Working Paper). Shanghai Jiao Tong University. *SSRN Electronic Journal*.
35. Stein J. C. (1989). Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior. *The Quarterly Journal of Economics*, 104, 655–669.
36. Sunder S. (2010). *Riding the accounting train: From crisis to crisis in eighty years*. Zhytomyr State Technological University. <http://www.som.yale.edu/faculty/Sunder/research.html>
37. Tyron C., Finch N., Laili N. H. (2008, November 29–December 1). *Audit quality differences among Big 4 auditor [s]: Cases from Malaysia* [Conference session]. 9th Annual Conference Asian Academic Accounting Association, Dubai.
38. Wang Q., Li X., Liu Q. (2021). Empirical research of accounting conservatism, corporate governance and stock price collapse risk based on panel data model. *Connection Science*, 33(4), 995–1010.
39. Yasser Q. R., Al Mamun A., Suriya A. R. (2015). CEO duality structure and firm performance in Pakistan. *Asian Journal of Accounting and Governance*, 5, 57–69.
40. Yeung W. H., Lento C. (2018). Ownership structure, audit quality, board structure, and stock price crash risk: Evidence from China. *Global Finance Journal*, 37, 1–24.
41. Zaman R., Atawnah N., Haseeb M., Nadeem M., Irfan S. (2021). Does corporate eco-innovation affect stock price crash risk? *The British Accounting Review*, 53(5), 101031.